

WHA PREMIUM GROWTH FREEHOLD AND LEASEHOLD REIT
THAILAND / PROPERTY FUND & REITSWHART TB
HOLD

จะน่าสนใจมากขึ้นหากขยายการลงทุนเพิ่มได้

- Industrial REIT ขนาดใหญ่ที่สุด มีพื้นที่ภายใต้การบริหาร 1.9 ล้านตร.ม. อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ (บางนา-ตราด อยุธยา EEC) มีอัตราการเช่าพื้นที่สูง
- แม้ไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากดอกเบี้ยขาลงเพราะต้นทุนทางการเงินส่วนใหญ่คงที่ แต่คาดว่าจะได้รับผลยังได้โดยคาด Dividend yield 7.4%-7.7
- ประเมินราคาเหมาะสม 11 บาท upside จำกัด แนะนำถือ

TARGET PRICE	THB11.00
CLOSE	THB10.50
UP/DOWNSIDE	+4.8%
TP vs CONSENSUS	-0.9%

KEY STOCK DATA

YE Dec (THB m)	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,372	3,463	3,526	3,615
Net profit	2,246	2,399	2,698	2,786
EPS (THB)	0.65	0.69	0.78	0.80
vs Consensus (%)	-	(9.6)	(0.4)	49.0
EBITDA	3,029	3,167	3,193	3,262
Recurring net profit	2,615	2,654	2,698	2,786
Core EPS (THB)	0.75	0.76	0.78	0.80
Chg. In EPS est. (%)	nm	nm	nm	nm
EPS growth (%)	(0.9)	1.5	1.7	3.3
Core P/E (x)	13.9	13.7	13.5	13.1
Dividend yield (%)	7.4	7.4	7.6	7.7
EV/EBITDA (x)	12.8	12.6	12.4	12.2
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0
Net debt/Equity (%)	6.0	9.4	8.6	9.1
ROE (%)	7.1	7.1	7.3	7.5

Industrial REIT ขนาดใหญ่ที่สุด มีพื้นที่ภายใต้การบริหาร 1.9 ล้านตร.ม.

WHART เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าในรูปแบบ Built to suit (สร้างตามความต้องการของลูกค้า) ประมาณ 53% มีสัญญาระยะยาวมากกว่า 3 ปี และ General warehouse ประมาณ 47% ซึ่งมีสัญญาระยะสั้นกว่าเฉลี่ยมีอายุ 3 ปี ปัจจุบันมีพื้นที่ให้เช่ารวม 1,886,704 ตร.ม. สินทรัพย์มีทั้ง Freehold และ Leasehold ณ 2Q24 สินทรัพย์ที่เป็น Freehold มีสัดส่วน 50% Leasehold ระยะยาว 60 ปีอีก 18% และ Leasehold ที่อายุต่ำกว่า 30 ปีอีก 31% WHART มีขนาดสินทรัพย์ 55,132 ล้านบาทสิน 2Q24 ใหญ่ที่สุดในกลุ่ม Industrial REIT มี Market cap. 36,076 ล้านบาท (16 ต.ค. 2024) ใหญ่สุดใน Industrial REIT เช่นกัน

อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ มีอัตราการเช่าพื้นที่สูง และมีการรับประกันรายได้

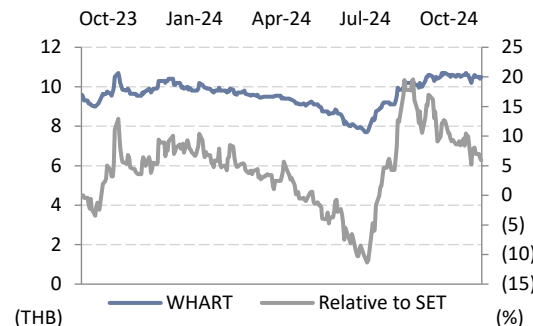
พื้นที่ให้เช่าอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของการขนส่งของประเทศ ใกล้สนามบิน ใกล้กรุงเทพ ใกล้ศูนย์กลางการขนส่งไปทั่วทุกภาคของประเทศ โดยพื้นที่ให้เช่าส่วนใหญ่ประมาณ 60% ของพื้นที่ทั้งหมดอยู่ในโซนบางนา-ตราด พื้นที่อีก 21% อยู่ในเขตอยุธยา-สระบุรี อีก 19% อยู่ในโซน EEC มีผู้เช่ามีการกระจายตัวที่แข็งแกร่งทั้งในด้านสัญชาติและอุตสาหกรรม มี WHA เป็นผู้รับประกันรายได้ค่าเช่าพื้นที่อาคารและหลังคาที่ไม่มีผู้เช่าตั้งแต่ 1 ปีถึง 3 ปีนับแต่วันที่ WHART เข้าลงทุนในทรัพย์สินนั้นๆ สัญญาของลูกค้าเช่าของ WHART ค่อนข้างยาวในกลุ่ม Industrial REIT ด้วยกันคือเหลืออยู่ 4.04 ปี

ไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากดอกเบี้ยขาลง แต่คาดว่าจะได้รับผลยังได้

เราคาดว่าจะปรับขึ้น 3Q24 ที่ 661 ล้านบาท +0.9% q-q จากสมมติฐานอัตราการเช่าพื้นที่ทยอยเพิ่มอย่างค่อยเป็นค่อยไป และค่าเงินปันผล 0.193 บาทต่อหน่วย สำหรับผลประกอบการปี 2024-26 คาดรายได้ค่าเช่าและบริการจะขยายตัว 3%/2%/3% ค่าไรเดบิต 2%/2%/3% ตามลำดับ จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่เพิ่มขึ้นเป็น 90% ในปี 2024 และเพิ่มเป็น 92.5% เท่ากับช่วงก่อนโควิดในปี 2025 ค่าเงินปันผล 0.777-0.799 บาทต่อหน่วยในช่วงปี 2024-26 คิดเป็น Dividend yield 7.4%-7.6%

ประเมินราคาเหมาะสม 11 บาท upside จำกัด แนะนำถือ

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 11.00 บาทอิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำถือจาก Upside ที่ค่อนข้างจำกัดเนื่องจากราคาหน่วยทรัสต์ที่ปรับขึ้นเร็ว ทำให้ Dividend yield อยู่ในระดับ 7.4%-7.7% น้อยกว่ากองทรัสต์อื่นที่อยู่ใน Coverage ของเรา นอกจากนี้ WHART ยังมีส่วนผสมของเงินกู้ที่เป็นอัตราคงที่ค่อนข้างสูง 63% จึงไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม WHART จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้งหากสามารถขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มกำไรและเงินปันผลได้



Share price performance	1 Month	3 Month	12 Month
Absolute (%)	(0.9)	17.3	10.6
Relative to country (%)	(4.2)	4.4	6.2
Mkt cap (USD m)	1,097		
3m avg. daily turnover (USD m)	0.6		
Free float (%)	84		
Major shareholder	WHA corporation (15%)		
12m high/low (THB)	10.80/7.65		
Issued shares (m)	3,468.83		

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates



Jitra Amornthum

Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 014530
jitra.a@fssia.com, +66 2646 9966

Investment thesis

เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 11.00 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.2 %LTG 0 แนะนำถือ จาก %Upside ที่ค่อนข้างจำกัดเนื่องจาก ราคาหน่วยทรัสต์ที่ปรับขึ้นเร็ว ทำให้ Dividend yield อยู่ในระดับ 7.4%-7.7% น้อยกว่ากองทรัสต์อื่นที่อยู่ใน Coverage ของเรา

นอกจากนี้ WHART ยังมีส่วนผสมของเงินกู้ที่เป็นอัตราคงที่ค่อนข้างสูง 63% จึงไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม WHART จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้งหากสามารถขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มการเติบโตของผลประกอบการและเงินปันผล

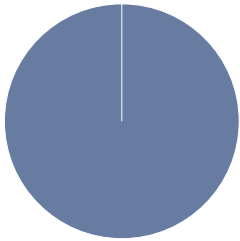
Company profile

WHART ก่อตั้งในปี 2014 เพื่อลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ในทรัพย์สินประเภทคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าในรูปแบบ Built to suit(สร้างตามความต้องการของลูกค้า) และแบบ General warehouse พื้นที่ให้เช่าอยู่ในโซนบางนา ตราด เขตอุตสาหกรรมและโซน EEC โดยมี WHA เป็น Property manager ณ สิ้น 2Q24 WHART ลงทุนในทรัพย์สิน 42 โครงการ คิดเป็นพื้นที่ให้เช่ารวม 1,886,642 ตร.ม. แบ่งเป็นอาคารโรงงาน (53%) และอาคารคลังสินค้า (47%) ทรัพย์สินเป็น Freehold 50% Leasehold ระยะยาว 60 ปีอีก 18% และ Leasehold ที่อายุต่ำกว่า 30 ปีอีก 31%

www.whareit.com

Principal activities (revenue, 2023)

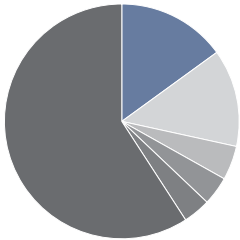
■ Rental and service revenue - 100.0 %



Source: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Major shareholders

- WHA corporation - 15.0 %
- Social Security Office - 13.4 %
- Muang Thai Life Assurance - 4.7 %
- Government Pension Fund - 4.0 %
- Krung Thai-Axa Life Insurance - 3.8 %



Source: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Catalysts

ปัจจัยหนุนการเติบโต 1) การขยายตัวของการลงทุนทั้งภาครัฐและเอกชนในประเทศ 2) การตั้งฐานและย้ายฐานการผลิตของนักลงทุนต่างชาติ 3) อัตราดอกเบี้ยในตลาดปรับลดลง

Risks to our call

Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้ 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

Event calendar

Date	Event
November 2024	3Q24 earnings announcement

Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E
Net leasable area (NLA)	('000 sqm.)	1,887	1,887	1,887
Average occupancy rate	(%)	90.0	92.5	94.0
Average rental rate	(THB/sqm/month)	165	166	168
Total expenses to sales	(%)	9.8	9.8	10.2

Source: FSSIA estimates

Earnings sensitivity

- For every 0.5% change in the interest rate, we project WHART's 2024 core profit to change by 2%, all else being equal.
- For every 1% change in total expense to sales ratio, we project WHART's 2024 core profit to change by 1.5%, all else being equal

Source: FSSIA estimates

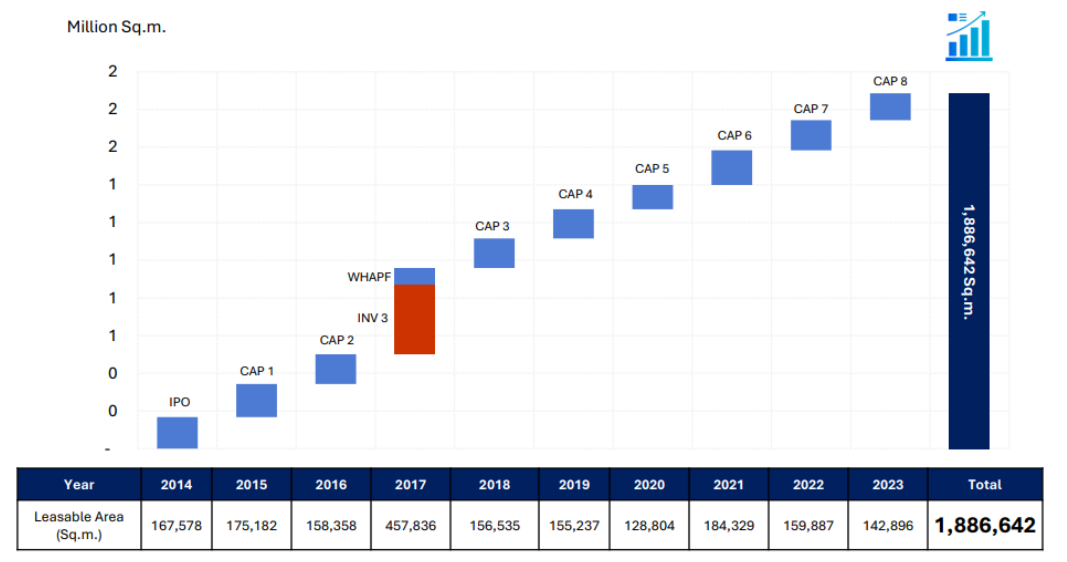
Industrial REIT ใหญ่ที่สุด ทำเลที่ตั้งอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ของโลจิสติกส์

WHART เป็นกอง REIT ที่ลงทุนในคลังสินค้าและโรงงานให้เช่าในรูปแบบ Built to suit (สร้างตามความต้องการของลูกค้า) ประมาณ 53% มีสัญญาระยะเวลามากกว่า 3 ปี และ General warehouse ประมาณ 47% ซึ่งมีสัญญาระยะสั้นกว่าเฉลี่ยมีอายุ 3 ปี ปัจจุบันมีพื้นที่ให้เช่ารวม 1,886,704 ตร.ม. สินทรัพย์ส่วนใหญ่เป็นคลังสินค้า สินทรัพย์มีทั้ง Freehold และ Leasehold ณ 2Q24 สินทรัพย์ที่เป็น Freehold มีสัดส่วน 50% Leasehold ระยะเวลา 60 ปีอีก 18% และ Leasehold ที่อายุต่ำกว่า 30 ปีอีก 31%

นอกจากนี้ WHART ยังมีพื้นที่หลังคาให้เช่าเพื่อผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคา (Solar PV Rooftop) มีพื้นที่ให้เช่ารวม 487,243 ตร.ม.

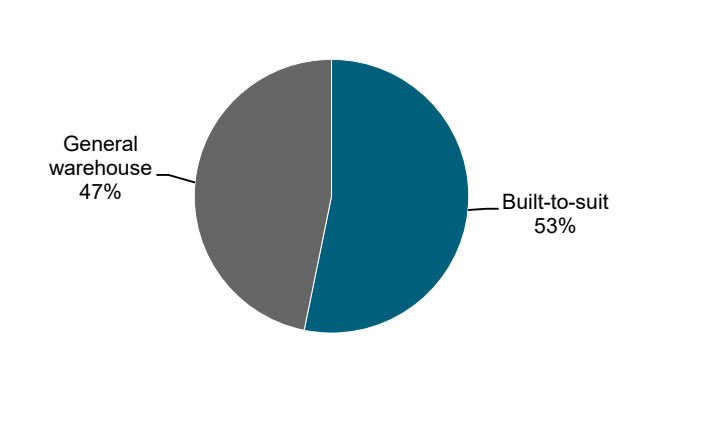
WHART ลงทุนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ IPO ปี 2014 ซึ่งมีพื้นที่ให้เช่าเพียง 1.67 แสน ตร.ม. ปัจจุบันมีพื้นที่ให้เช่าทั้งสิ้น 1.89 ล้าน ตร.ม. มีขนาดสินทรัพย์ 55,132 ล้านบาท ณ สิ้น 2Q24 ใหญ่ที่สุดในกลุ่ม Industrial REIT มี Market cap. 36,076 ล้านบาท (15 ต.ค. 2024) ใหญ่สุดใน Industrial REIT เช่นกัน

Exhibit 1: Growth of leasable area



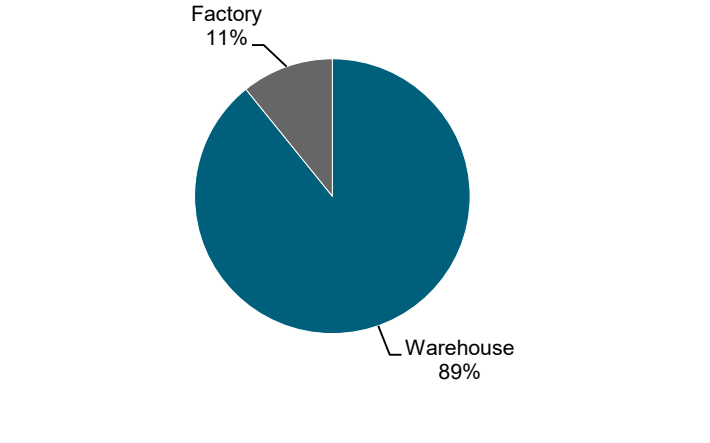
Note: Exclude roof and carpark area, data as of 30 June 2024
Sources: WHART

Exhibit 2: Leasable area by building type



Sources: WHART, as of 2Q24

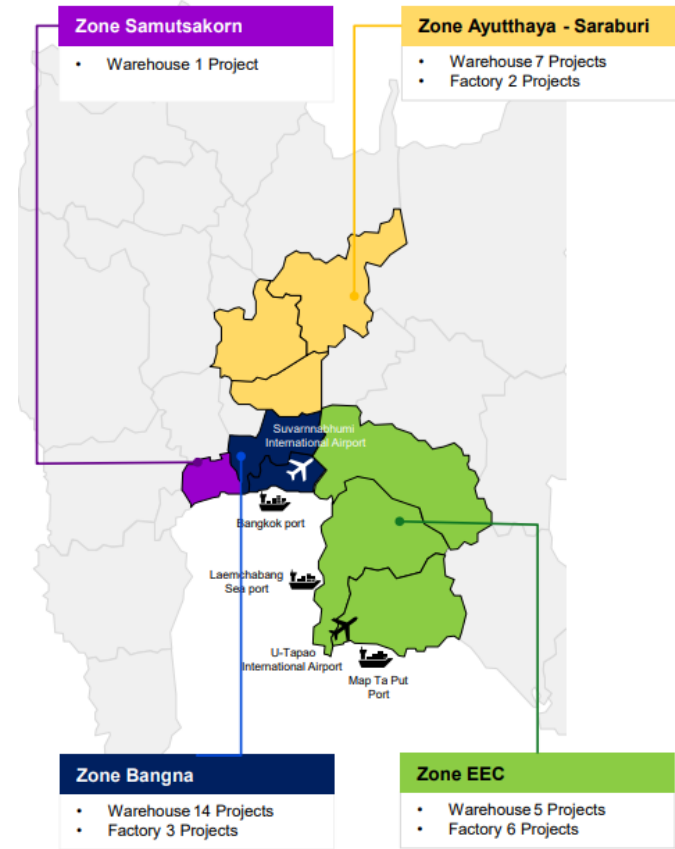
Exhibit 3: Leasable area by property type



Sources: WHART, as of 2Q24

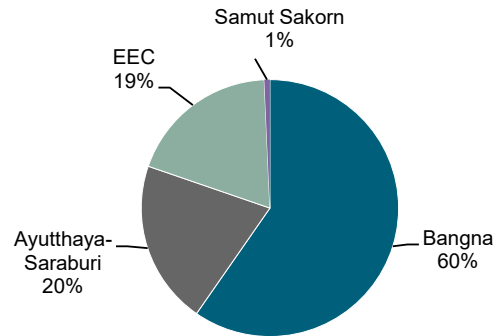
พื้นที่ให้เช่าอยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ของการขนส่งของประเทศ ใกล้สนามบิน ใกล้กรุงเทพ ใกล้ศูนย์กลางการขนส่งไปทั่วทุกภาคของประเทศ โดยพื้นที่ให้เช่าส่วนใหญ่ประมาณ 60% ของพื้นที่ทั้งหมดอยู่ในโซนบางนา-ตราด สอดคล้องกับลูกค้าของ WHART นอกจากนี้ พื้นที่อีก 21% อยู่ในเขตอยุธยา วังน้อย สระบุรี พื้นที่อีก 19% อยู่ในโซน EEC เติบโตไปกับการลงทุนของประเทศในโซนตะวันออก

Exhibit 4: Strategic locations



Sources: WHART

Exhibit 5: Locations by leasable area



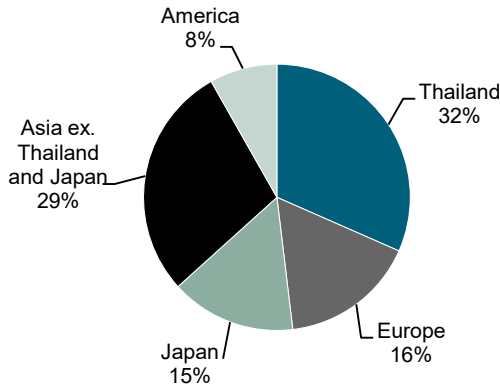
Sources: WHART, data as of 2Q24

ผู้เช่ากระจายอยู่ในหลายอุตสาหกรรม เติบโตไปพร้อมกับเศรษฐกิจของประเทศ

ผู้เช่ามีการกระจายตัวที่แข็งแกร่งทั้งในด้านสาขาที่ไม่ได้กระจุกในสาขาใดสาขาหนึ่งเนื่องจาก WHART มีสินทรัพย์ที่หลากหลาย อยู่ในทำเลยุทธศาสตร์ รองรับความต้องการของผู้บริโภคได้หลากหลายเช่นกัน และในด้านธุรกิจของผู้เช่า ผู้เช่ากลุ่มใหญ่ (38%) อยู่ในกลุ่มผู้ผลิตและจำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคที่หมุนเวียนเร็ว (FMCG) รองลงมาเป็นกลุ่มผู้ประกอบการด้านโลจิสติกส์ (Third-party logistics) (30%) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นบริษัทชั้นนำต่างชาติที่เชี่ยวชาญในการบริหารจัดการด้านโลจิสติกส์ให้ลูกค้า ทำเลโซนบางนา-ตราดจึงสะดวกมากสำหรับผู้ประกอบการกลุ่มนี้

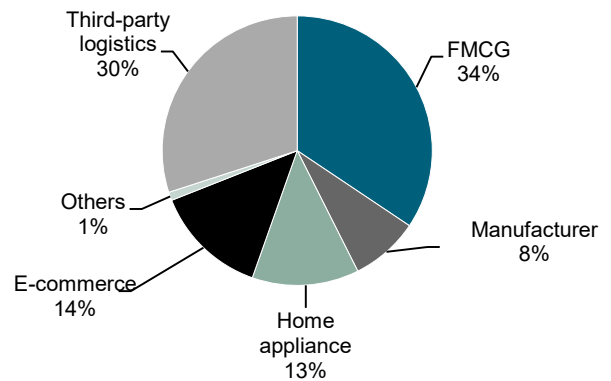
ทั้งสองกลุ่มธุรกิจดังกล่าว รวมถึงกลุ่มผู้เช่า E-commerce (13%) กลุ่มโรงงานอุตสาหกรรม หรือกลุ่มบริการด้านสุขภาพ ล้วนเป็นอุตสาหกรรมที่มีความมั่นคง สินค้าที่จัดเก็บส่วนใหญ่เป็น Consumer product ที่เติบโตไปพร้อมกับเศรษฐกิจของประเทศ

Exhibit 6: Tenants by nationality



Sources: WHART, data as of 2Q24

Exhibit 7: Tenants by industry



Sources: WHART, data as of 2Q24

ทั้งนี้ ปัจจุบันลูกค้า 10 อันดับแรกของ WHART มีสัดส่วนประมาณ 54% ของรายได้ค่าเช่าและบริการ ซึ่งส่วนใหญ่เป็น Global company ถือว่าเป็นสัดส่วนที่กระจายตัวได้ดีกว่าในอดีตที่ลูกค้า 10 รายแรกมีสัดส่วนถึง 80%-90% ของรายได้

Exhibit 8: Sample of major customers



Sources: WHART, data as of 1Q24

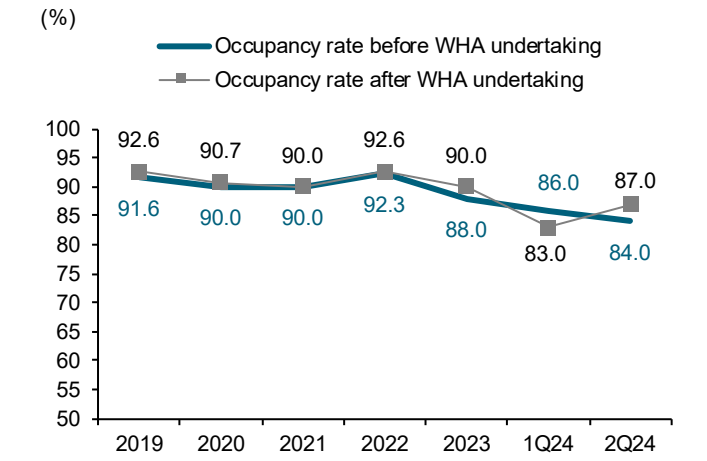
มีอัตราการเช่าพื้นที่ในระดับสูง และมีการประกันรายได้จากสปอนเซอร์

จุดแข็งประการหนึ่งของ WHART คือการมี WHA เป็นผู้รับประกันรายได้ค่าเช่าพื้นที่อาคารและหลังคาที่ไม่มีผู้เช่าตั้งแต่ 1 ปีถึง 3 ปีนับแต่วันที่ WHART เข้าลงทุนในทรัพย์สินนั้นๆ ส่วนใหญ่จะรับประกัน 3 ปีในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา WHART ได้รับเงินชดเชยค่าเช่าจาก WHA คิดเป็นเพียง 1%-2% ของรายได้ค่าเช่าและบริการ เนื่องจากลำพังอัตราการเช่าพื้นที่ของ WHART เองก็อยู่ในระดับสูง 90%-92%

สำหรับ 2Q24 ที่อัตราการเช่าพื้นที่ปรับลงมาเป็น 84% ปรับลงต่อเนื่องจาก 1Q24 เพราะมีผู้เช่า Built-to-suit 1 รายหมดสัญญาเช่าและต้องการขยายกิจการ จึงไปซื้อที่ดินและสร้างโรงงานของตัวเองด้านนอกโครงการ แต่เนื่องจากทำเลของโรงงานดังกล่าวอยู่ในพื้นที่ EEC ซึ่งมีความต้องการสูง ส่งผลให้มีผู้เช่าใหม่เข้ามาทดแทนได้บางส่วนใน 2Q24 และมีลูกค้าที่มีศักยภาพอีกประมาณ 3% กำลังอยู่ระหว่างการเจรจา กองทรัสต์คาดว่าจะการเจรจានี้จะแล้วเสร็จและเห็นอัตราการเช่าพื้นที่ขยับขึ้นไปถึง 90% อีกครั้งในช่วงปลายปี 2024

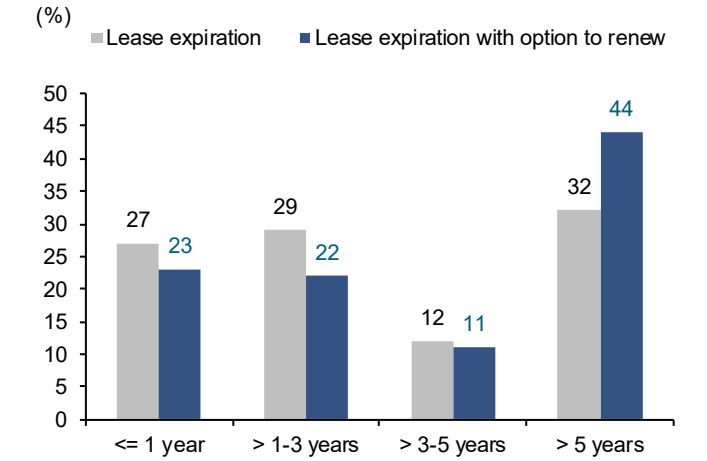
ในส่วนของสัญญาของลูกค้าผู้เช่าของ WHART ถือว่าค่อนข้างยาวในกลุ่ม Industrial REIT ด้วยกัน โดย ณ สิ้น 2Q24 มีค่าเฉลี่ยของอายุสัญญาเช่า (WALE: Weighted Average Lease Expiry) เหลืออยู่ 4.04 ปี ถ้ารวมสิทธิในการต่อสัญญาจะอยู่ที่เฉลี่ย 6.37 ปี ทั้งนี้ สัญญาของผู้เช่าที่จะหมดอายุภายใน 1 ปีมี สัดส่วน 27% ลูกค้าส่วนใหญ่มีสัญญาคงเหลือมากกว่า 5 ปีอยู่ 44%

Exhibit 9: Occupancy rate before/after undertaking



Sources: WHART

Exhibit 10: Lease expiry profile



Sources: WHART, data as of 2Q24

คาคำไร 3Q24 มีสเถียรภาพต่อเนื่อง และคาคเงินปันผลใกล้เคียงไตรมาสก่อน

WHART มีผลประกอบการที่ค่อนข้างสม่ำเสมอและมีสเถียรภาพ รายได้ค่าเช่าและบริการ รวมรายได้ ชดเชยค่าเช่าในช่วง 1H24 อยู่ที่ 1,713 ล้านบาท ทรงตัว y-y แต่กำไรปกติลดลง 3.5% y-y เป็น 1,319 ล้านบาท จากภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มสูงขึ้นตามเงินกู้ที่เพิ่มเพื่อการลงทุนในทรัพย์สินเพิ่มเติม เราคาด กำไรปกติ 3Q24 ที่ 661 ล้านบาท +0.9% q-q จากสมมติฐานอัตราการใช้พื้นที่ทยอยเพิ่มขึ้นอย่างค่อย เป็นค่อยไป และคาคเงินปันผล 0.193 บาทต่อหน่วย ใกล้เคียง 2Q24 เช่นกัน

Exhibit 11: WHART - 3Q24 earnings preview

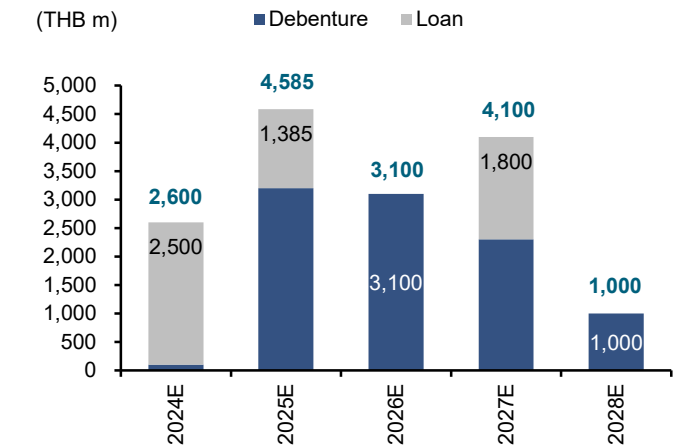
Year to Dec 31	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	----- Change -----		9M23	9M24E	Change	% of
	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(THB m)	(q-q %)	(y-y %)	(THB m)	(THB m)	(y-y %)	24E
Rental and service revenue	834	829	854	859	868	1.0	4.0	2,544	2,580	1.4	74.5
Total costs and expenses	(89)	(124)	(72)	(84)	(85)	2.0	(4.4)	(245)	(241)	(1.5)	73.6
EBITDA	745	705	781	775	782	0.9	5.1	2,299	2,339	1.7	74.6
Other income	7	8	8	8	8	(5.8)	16.4	17	24	39.4	75.0
Interest expense	(107)	(109)	(125)	(129)	(130)	0.6	21.1	(305)	(384)	25.7	74.7
Net investment income	645	604	664	655	661	0.9	2.5	2,011	1,979	(1.6)	74.6
Gain on investment	(0)	0	0	0	0	nm	nm	(0)	0	nm	
Gain on revaluation of investments	0	(73)	0	(254)	0	nm	nm	(297)	(254)	(14.4)	
Reported net profit	645	532	664	401	661	64.8	2.5	1,714	1,725	0.7	71.9
Core profit	645	604	664	655	661	0.9	2.5	2,011	1,979	(1.6)	74.6
Reported EPS (THB)	0.20	0.15	0.19	0.12	0.19	64.8	(3.3)	0.52	0.50	(5.0)	71.9
Recurring EPS (THB)	0.20	0.17	0.19	0.19	0.19	0.9	(3.3)	0.61	0.57	(7.1)	74.6
DPU (THB/unit)	0.300	0.000	0.192	0.193	0.193	0.0	(35.7)	0.880	0.578	(34.4)	
NAV (THB)/unit)	10.99	10.80	10.86	10.78	10.78	(0.0)	(1.9)	10.99	10.78	(1.9)	
No. of unit (m)	3,273	3,469	3,469	3,469	3,469	0.0	6.0	3,273	3,469	6.0	
Key Ratios	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(ppt)	(ppt)	(%)	(%)	(ppt)	
EBITDA margin	89.3	85.1	91.5	90.3	90.2	(0.1)	0.9	90.4	90.7	0.3	
Core profit margin	77.3	72.9	77.7	76.2	76.2	(0.1)	(1.1)	79.1	76.7	(2.3)	

Sources: WHART, FSSIA estimates

ไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลงแต่คาดหวังกำไรยังได้

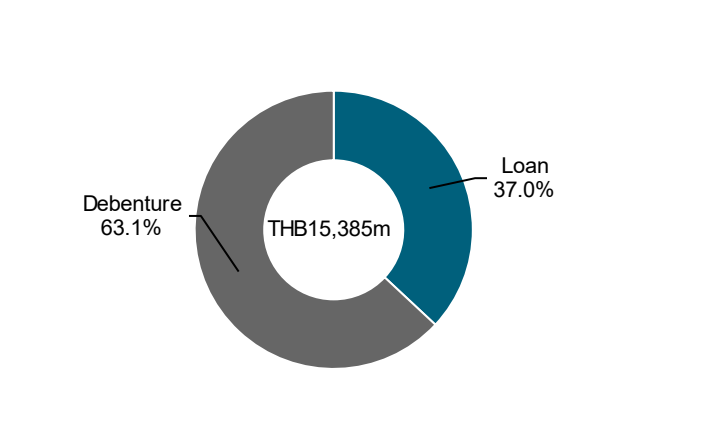
WHART มีเงินกู้ที่มีภาระดอกเบี้ย 15,385 ล้านบาท ณ สิ้น 3Q24 ส่วนใหญ่ 63.1% เป็นหุ้นกู้ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยคงที่ ส่วนที่เหลือ 37.0% เป็นเงินกู้จากสถาบันการเงิน ซึ่งจะเป็นส่วนที่ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับลดลง WHART จึงไม่ได้ปรับประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยขาลง ทั้งนี้ WHART ลดผลกระทบโดยมีแผนที่จะ rollover ด้วยหุ้นกู้ที่มีอายุสั้น ปัจจุบันกองทรัสต์มีต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยประมาณ 3%

Exhibit 12: Debt repayment schedule



Source: WHA

Exhibit 13: Proportion of loan and debenture, 2Q24



Source: WHA

WHART มีการเพิ่มทุนทุกปีเพื่อซื้อทรัพย์สินเพิ่มเติม แต่ในช่วงเดือน มิ.ย. ที่ผ่านมา ผู้ถือหุ้นหน่วยไม่อนุมัติการเพิ่มทุนเพื่อซื้อทรัพย์สินมูลค่ากว่า 4 พันล้านบาทจาก WHA และ WGCL IDC แต่เรายังคาดว่าจะรายได้ กำไร และเงินปันผลของ WHART ยังสามารถขยายตัวได้จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่ทยอยเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง เราเชื่อว่าการเพิ่มทุนจะเลื่อนไปปีหน้าและสร้างการเติบโตสูงให้ WHART ได้อีกครั้ง

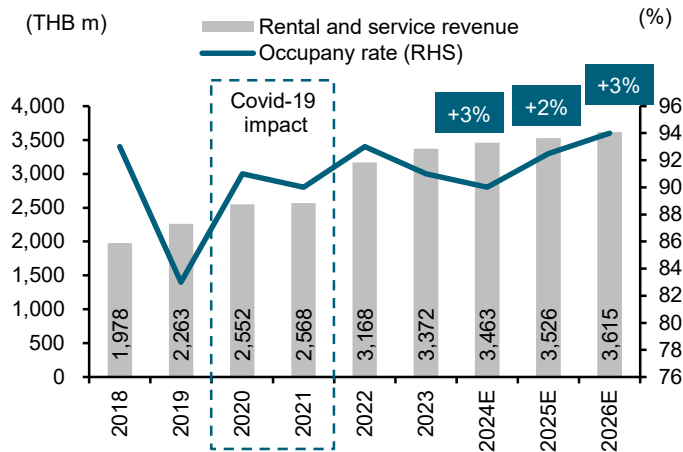
สำหรับผลประกอบการปี 2024-26 เราคาดว่าจะได้ค่าเช่าและบริการจะขยายตัว 3%/2%/3% และกำไรเติบโต 2%/2%/3% ตามลำดับ จากอัตราการเช่าพื้นที่ที่เพิ่มขึ้นเป็น 90% ในปี 2024 และเพิ่มเป็น 92.5% เท่ากับช่วงก่อนโควิดในปี 2025 เราคาดเงินปันผล 0.777-0.799 บาทต่อหน่วยในช่วงปี 2024-26 คิดเป็น Dividend yield 7.4%-7.6%

Exhibit 14: Key assumptions

	(unit)	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029	2030E
Net leasable area (NLA)	(sqm.)	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704	1,886,704
Average occupancy rate	(%)	90.0	92.5	94.0	94.0	94.0	94.0	94.0
Average rental rate	(THB/sqm/month)	165	166	168	170	171	173	175
Total expenses to sales	(%)	9.5	9.7	10.0	10.4	10.7	11.0	11.4
Total rental and service revenue	(THB m)	3,353	3,480	3,572	3,608	3,644	3,680	3,717
Undertaking income	(THB m)	110	45	43	43	44	44	45
Net investment income	(THB m)	2,654	2,698	2,786	2,882	3,019	3,124	3,146

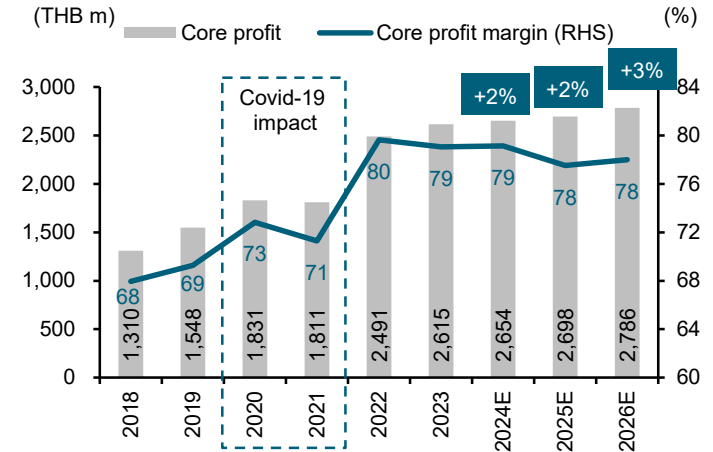
Sources: WHART, FSSIA estimates

Exhibit 15: Rental revenue and occupancy rate



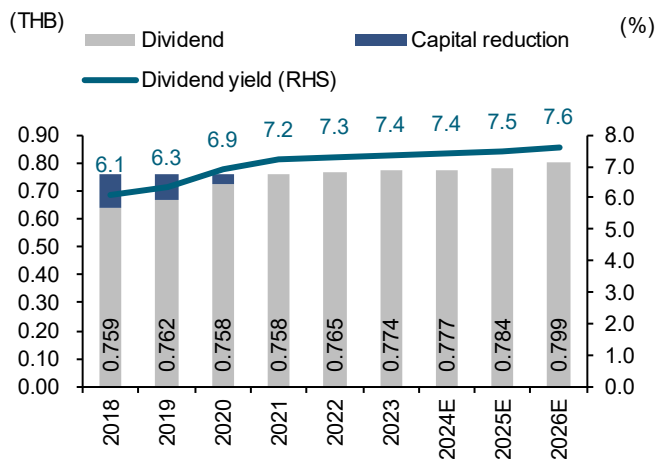
Sources: WHART, FSSIA estimaes

Exhibit 16: Core profit and core profit margin



Sources: WHART, FSSIA estimaes

Exhibit 17: DPU and dividend yield



Note: Dividend yield is based THB10.50 which was a closed price at 16-Oct-24
Sources: WHART, FSSIA estimaes

Exhibit 18: Sensitivity analysis

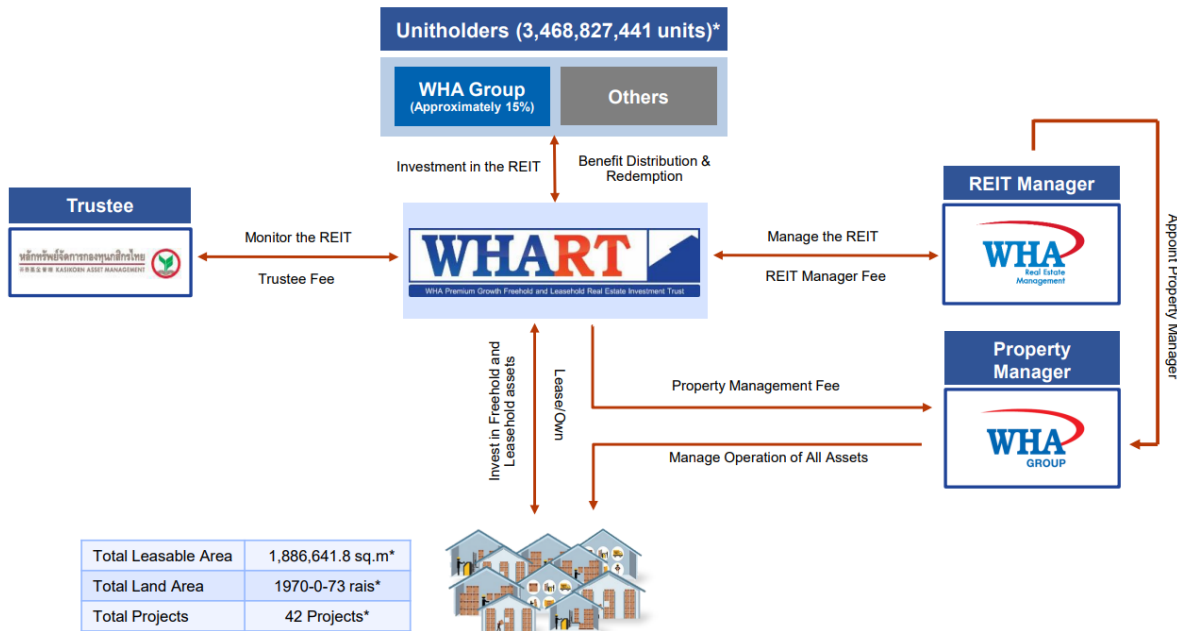
		DPU (THB)					
WACC		0.76	0.78	0.793	0.809	0.825	0.842
	6.24%	12.21	12.46	12.71	12.97	13.23	13.49
	6.74%	11.31	11.54	11.77	12.01	12.25	12.49
	7.24%	10.52	10.74	10.96	11.18	11.40	11.63
	7.74%	9.84	10.05	10.25	10.46	10.66	10.88
	8.24%	9.25	9.44	9.63	9.82	10.02	10.22

Sources: FSSIA estimaes

ประเมินราคาเหมาะสม 11 บาท Upside จำกัด แนะนำถือ

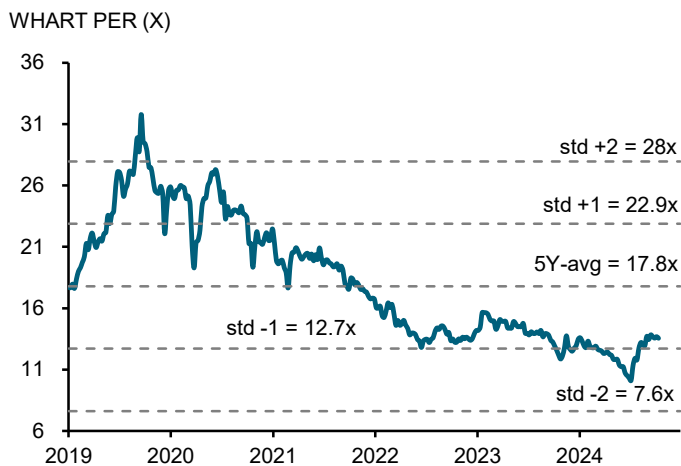
เราประเมินราคาเหมาะสมปี 2025 ที่ 11.00 บาท อิง DDM ใช้ WACC 7.2% LTG 0% แนะนำถือ จาก Upside ที่ค่อนข้างจำกัดเนื่องจากราคาหน่วยทรัสต์ที่ปรับขึ้นเร็ว ซึ่งทำให้ Dividend yield อยู่ในระดับ 7.4%-7.7% น้อยกว่ากองทรัสต์อื่นที่อยู่ใน Coverage ของเรา นอกจากนี้ WHART ยังมีส่วนผสมของเงินกู้ที่เป็นอัตราคงที่ค่อนข้างสูง 63% จึงไม่ได้ประโยชน์เต็มที่จากอัตราดอกเบี้ยในตลาดที่ปรับลดลง อย่างไรก็ตาม WHART จะกลับมาน่าสนใจอีกครั้งหากสามารถขยายการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อเพิ่มการเติบโตของผลประกอบการและเงินปันผล

Exhibit 19: WHART structure



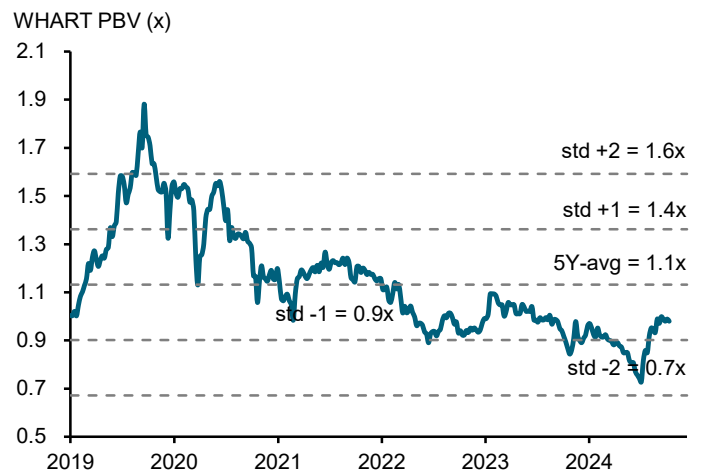
Sources: WHA, data as of 30 June 2024

Exhibit 20: One-year rolling forward P/E band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Exhibit 21: One-year rolling forward P/BV band



Sources: Bloomberg, FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Profit and Loss (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	3,168	3,372	3,463	3,526	3,615
Cost of goods sold	(55)	(78)	(62)	(64)	(67)
Gross profit	3,112	3,295	3,401	3,461	3,548
Other operating income	11	25	32	10	10
Operating costs	(308)	(291)	(265)	(278)	(295)
Operating EBITDA	2,816	3,029	3,167	3,193	3,262
Depreciation	0	0	0	0	0
Goodwill amortisation	0	0	0	0	0
Operating EBIT	2,816	3,029	3,167	3,193	3,262
Net financing costs	(325)	(414)	(514)	(495)	(476)
Associates	0	0	0	0	0
Recurring non-operating income	0	0	0	0	0
Non-recurring items	(173)	(370)	(254)	0	0
Profit before tax	2,318	2,246	2,399	2,698	2,786
Tax	0	0	0	0	0
Profit after tax	2,318	2,246	2,399	2,698	2,786
Minority interests	0	0	0	0	0
Preferred dividends	-	-	-	-	-
Other items	-	-	-	-	-
Reported net profit	2,318	2,246	2,399	2,698	2,786
Non-recurring items & goodwill (net)	173	370	254	0	0
Recurring net profit	2,491	2,615	2,654	2,698	2,786
Per share (THB)					
Recurring EPS *	0.76	0.75	0.76	0.78	0.80
Reported EPS	0.71	0.65	0.69	0.78	0.80
DPS	0.77	0.77	0.78	0.79	0.80
Diluted shares (used to calculate per share data)	3,273	3,469	3,469	3,469	3,469
Growth					
Revenue (%)	23.4	6.5	2.7	1.8	2.5
Operating EBITDA (%)	33.1	7.6	4.6	0.8	2.2
Operating EBIT (%)	33.1	7.6	4.6	0.8	2.2
Recurring EPS (%)	28.8	(0.9)	1.5	1.7	3.3
Reported EPS (%)	5.4	(8.6)	6.9	12.4	3.3
Operating performance					
Gross margin inc. depreciation (%)	98.3	97.7	98.2	98.2	98.1
Gross margin exc. depreciation (%)	98.3	97.7	98.2	98.2	98.1
Operating EBITDA margin (%)	88.9	89.8	91.5	90.6	90.2
Operating EBIT margin (%)	88.9	89.8	91.5	90.6	90.2
Net margin (%)	78.6	77.5	76.6	76.5	77.1
Effective tax rate (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dividend payout on recurring profit (%)	100.6	102.6	102.0	102.0	100.0
Interest cover (X)	8.7	7.3	6.2	6.4	6.9
Inventory days	-	-	-	-	-
Debtor days	-	-	-	-	-
Creditor days	-	-	-	-	-
Operating ROIC (%)	6.0	6.0	6.1	6.2	6.5
ROIC (%)	6.0	6.0	6.1	6.2	6.5
ROE (%)	7.1	7.1	7.1	7.3	7.5
ROA (%)	5.6	5.7	5.8	5.9	6.0

* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted

Revenue by Division (THB m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Rental and service revenue	3,168	3,372	3,463	3,526	3,615

Sources: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

Financial Statements

WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT

Cash Flow (THB m) Year Ending Dec	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Recurring net profit	2,491	2,615	2,654	2,698	2,786
Depreciation	0	0	0	0	0
Associates & minorities	0	0	0	0	0
Other non-cash items	(4,245)	(3,601)	849	1,521	137
Change in working capital	403	460	(444)	(1,614)	(2,042)
Cash flow from operations	(1,351)	(527)	3,059	2,605	882
Capex - maintenance	-	-	-	-	-
Capex - new investment	0	0	0	0	0
Net acquisitions & disposals	-	-	-	-	-
Other investments (net)	0	0	0	0	0
Cash flow from investing	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,324)	(2,520)	(2,707)	(2,752)	(2,786)
Equity finance	1,963	1,811	0	0	0
Debt finance	1,285	1,744	(1,074)	(2,483)	(2,427)
Other financing cash flows	(309)	(375)	(514)	(495)	(476)
Cash flow from financing	615	660	(4,294)	(5,730)	(5,689)
Non-recurring cash flows	-	-	-	-	-
Other adjustments	0	0	150	3,317	4,797
Net other adjustments	0	0	150	3,317	4,797
Movement in cash	(736)	134	(1,085)	191	(11)
Free cash flow to firm (FCFF)	(1,026.00)	(112.43)	3,572.96	3,099.88	1,357.55
Free cash flow to equity (FCFE)	(374.64)	842.08	1,621.38	2,942.68	2,775.84
Per share (THB)					
FCFF per share	(0.30)	(0.03)	1.03	0.89	0.39
FCFE per share	(0.11)	0.24	0.47	0.85	0.80
Recurring cash flow per share	(0.54)	(0.28)	1.01	1.22	0.84
Balance Sheet (THB m) Year Ending Dec					
Tangible fixed assets (gross)	49,474	52,808	52,808	52,808	52,808
Less: Accumulated depreciation	-	-	-	-	-
Tangible fixed assets (net)	49,474	52,808	52,808	52,808	52,808
Intangible fixed assets (net)	0	0	0	0	0
Long-term financial assets	0	0	0	0	0
Invest. in associates & subsidiaries	0	0	0	0	0
Cash & equivalents	1,782	1,915	830	1,021	1,011
A/C receivable	0	0	0	0	0
Inventories	0	0	0	0	0
Other current assets	559	577	589	611	627
Current assets	2,341	2,492	1,419	1,632	1,638
Other assets	0	0	0	0	0
Total assets	51,815	55,300	54,227	54,440	54,446
Common equity	35,919	37,459	37,152	37,098	37,098
Minorities etc.	0	0	0	0	0
Total shareholders' equity	35,919	37,459	37,152	37,098	37,098
Long term debt	4,479	2,375	1,975	2,175	2,325
Other long-term liabilities	10,041	12,165	10,962	10,436	9,768
Long-term liabilities	14,520	14,540	12,937	12,611	12,093
A/C payable	0	0	0	0	0
Short term debt	0	1,791	2,347	2,019	2,072
Other current liabilities	1,377	1,510	1,790	2,712	3,183
Current liabilities	1,377	3,301	4,137	4,731	5,254
Total liabilities and shareholders' equity	51,815	55,300	54,227	54,440	54,446
Net working capital	(817)	(933)	(1,202)	(2,101)	(2,556)
Invested capital	48,657	51,874	51,606	50,707	50,252
* Includes convertibles and preferred stock which is being treated as debt					
Per share (THB)					
Book value per share	10.97	10.80	10.71	10.69	10.69
Tangible book value per share	10.97	10.80	10.71	10.69	10.69
Financial strength					
Net debt/equity (%)	7.5	6.0	9.4	8.6	9.1
Net debt/total assets (%)	5.2	4.1	6.4	5.8	6.2
Current ratio (x)	1.7	0.8	0.3	0.3	0.3
CF interest cover (x)	(0.2)	3.0	4.2	6.9	6.8
Valuation					
Recurring P/E (x) *	13.8	13.9	13.7	13.5	13.1
Recurring P/E @ target price (x) *	14.5	14.6	14.4	14.1	13.7
Reported P/E (x)	14.8	16.2	15.2	13.5	13.1
Dividend yield (%)	7.3	7.4	7.4	7.6	7.7
Price/book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Price/tangible book (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
EV/EBITDA (x) **	13.2	12.8	12.6	12.4	12.2
EV/EBITDA @ target price (x) **	13.7	13.3	13.1	12.9	12.7
EV/invested capital (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
* Pre-exceptional, pre-goodwill and fully diluted ** EBITDA includes associate income and recurring non-operating income					

Sources: WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT; FSSIA estimates

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating																				
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.																				
Sustainability Investment List (THSI) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	THSI quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for THSI inclusion , verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. SETTHSI Index is extended from the THSI companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.																				
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).																				
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). <i>(The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)</i>	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.																				
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. <i>(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)</i>	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.																				
Morningstar Sustainabilitys	The Sustainabilitys' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. <i>Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.</i>	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored. <table><tr><th>NEGL</th><th>Low</th><th>Medium</th><th>High</th><th>Severe</th></tr><tr><td>0-10</td><td>10-20</td><td>20-30</td><td>30-40</td><td>40+</td></tr></table>	NEGL	Low	Medium	High	Severe	0-10	10-20	20-30	30-40	40+										
NEGL	Low	Medium	High	Severe																		
0-10	10-20	20-30	30-40	40+																		
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.																				
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers. <table><tr><td>AAA</td><td>8.571-10.000</td><td rowspan="3">Leader:</td><td rowspan="3">leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities</td></tr><tr><td>AA</td><td>7.143-8.570</td></tr><tr><td>A</td><td>5.714-7.142</td></tr><tr><td>BBB</td><td>4.286-5.713</td><td rowspan="2">Average:</td><td rowspan="2">a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers</td></tr><tr><td>BB</td><td>2.857-4.285</td></tr><tr><td>B</td><td>1.429-2.856</td><td rowspan="2">Laggard:</td><td rowspan="2">lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks</td></tr><tr><td>CCC</td><td>0.000-1.428</td></tr></table>		AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities	AA	7.143-8.570	A	5.714-7.142	BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers	BB	2.857-4.285	B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks	CCC	0.000-1.428
AAA	8.571-10.000	Leader:	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities																			
AA	7.143-8.570																					
A	5.714-7.142																					
BBB	4.286-5.713	Average:	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers																			
BB	2.857-4.285																					
B	1.429-2.856	Laggard:	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks																			
CCC	0.000-1.428																					
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.																					
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. <i>(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)</i>																					
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.																					
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.																				
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.																				

[Rating](#) regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "CG Score"; 2) "AGM Level"; 3) "Thai CAC"; and 4) THSI. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Jitra Amornthum FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
WHA Premium Growth Freehold and Leasehold REIT	WHART TB	THB 10.50	HOLD	Downside risks ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1) เศรษฐกิจและการลงทุนเติบโตต่ำกว่าคาด; 2) อัตราดอกเบี้ยเป็นขาขึ้นและสูงกว่าคาด; 3) ลูกค้านำไม่ต่อสัญญาเช่าและกองทรัสต์ไม่สามารถหาผู้เช่าใหม่ทดแทนได้ 4) ภัยพิบัติทางธรรมชาติ 5) ความไม่สงบทางการเมืองในประเทศ

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on 16-Oct-2024 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.